

## 短期业绩承压, 稳健扩产静待景气提升

### 投资要点

- 业绩总结:**公司2022年前三季度实现营业收入5.6亿元,同比增长5.4%,实现归母净利润1788万元,同比减少76.8%,扣非后归母净利润为217.3万元,同比减少96.5%。单三季度实现营业收入1.8亿元,同比基本持平,环比减少6.7%,归母净利润为-334.4万元,同比减少113.3%,环比减少144.1%,扣非后归母净利润为-723.3万元,同比减少139.8%。公司业绩同比出现下滑主要系下游因饲料成本较高、养殖盈利水平较低等因素,补栏情绪较弱,公司作为蛋鸡制种企业存在销售压力,单三季度销售毛利水平为7.8%,较二季度环比降低4.8个百分点,同比21年同期减少22个百分点。公司前三季度销售鸡产品1.5亿羽,单三季度销售5127.9万羽,环比增长1.5%,但销售收入1.5亿元,环比减少10.6%,按照只均收入分析,三季度为2.9元/羽,环比减少11.9%。
- 蛋鸡消费属性强,市场需求广阔,一体化企业有望迎来市占率提升。**根据公司招股说明书中披露的行业数据,我国父母代蛋种鸡需求量保持在每年1300-2000万套之间,销售额约为0.8-1.5亿元,商品代蛋雏鸡需求量约为10-15亿羽,销售额约为40亿元;鸡蛋生产量约为2300万吨,销售额约1600亿元。鸡蛋价格高位有望推动蛋鸡补栏,鸡蛋价格未在国庆节后出现季节性下跌,反而上涨至6.6元/斤,当前在产蛋鸡存栏低于历史水平,根据卓创资讯的数据显示,2022年9月全国在产蛋鸡存栏量约11.8亿只,环比增幅0.2%,同比增幅1.7%,仍为近年来低位,对鸡蛋价格产生支撑,需求端四季度为传统旺季有望迎来增长,价格走势向好有望促进养殖补栏热情,公司下游需求提升,经营向好。进口品种因产蛋性能等特性更优而具有更高的产能利用率,公司祖代种鸡均为美国海兰系产品,市场认可度高。且公司全国覆盖营销网络,影响力大,与北京裕口、华裕农科等企业位列蛋鸡制种行业第一梯队。公司把握祖代父母代一体化养殖趋势,可最大程度地在市场集中度提升的过程中享受红利。
- 公司于经营模式、生物安全等方面具有明显优势,蛋鸡制种龙头稳步扩张产能,有望进一步迎来市场份额提升。**2021年销售商品代雏鸡1.7亿羽,较上年同期上升20.1%,全国市场占有率达到15%。从引种情况来看,2021年公司引种祖代蛋种鸡50006只,占全国引进祖代蛋种鸡数量的31.8%。公司采用“集中养殖、分散孵化”的经营模式于宁夏、青铜峡、阿拉善养殖基地集中养殖,利用低固定成本、高生物安全的区位优势;后将种蛋运输至宁夏、河南、新疆、吉林等地进行孵化,后再运输给客户,降低损耗与成本;夫妻包栋的组织模式有助于提高工作效率,保证稳定性;公司注重生物安全系统建设,选址于贺兰山东麓、内蒙古阿拉善等地,以贺兰山脉为天然屏障,阻挡强对流空气和飞禽携带疫病的传播,拥有绝佳的隔离条件;严格控制出入车辆,在饲喂过程中最大限度减少人工参与,降低风险;采用“全进全出”、封闭管理、轮流空场的生物运作流程,有利于全面消毒保证健康。未来耗资3.4亿、4.3亿建设阿拉善百万种鸡生态养殖基地以及阿拉善种鸡养殖场、22年发行可转债募集3.3亿元,其中2亿投入红寺堡智慧农业产业示范园父母代种业基地项目,产能进一步扩大,增强市场竞争力。
- 盈利预测与投资建议。**因下游补栏情绪较弱,调整盈利预期,预计2022-2024年EPS分别为0.2元、0.52元、0.71元,对应动态PE分别为80/30/22倍,维持“持有”评级。
- 风险提示:**饲料价格上涨、禽养殖出现疫情、下游需求不及预期等。

| 指标/年度         | 2021A  | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|---------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 714.37 | 785.80  | 982.26  | 1178.71 |
| 增长率           | 32.29% | 10.00%  | 25.00%  | 20.00%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 81.85  | 37.63   | 99.23   | 134.93  |
| 增长率           | 62.88% | -54.03% | 163.72% | 35.98%  |
| 每股收益EPS(元)    | 0.43   | 0.20    | 0.52    | 0.71    |
| 净资产收益率ROE     | 9.92%  | 4.52%   | 10.81%  | 13.29%  |
| PE            | 37     | 80      | 30      | 22      |
| PB            | 3.66   | 3.63    | 3.29    | 2.98    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿  
执业证号: S1250518120001  
电话: 021-68415832  
邮箱: xuq@swsc.com.cn  
联系人: 刘佳宜  
电话: 021-68415832  
邮箱: liujy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|             |           |
|-------------|-----------|
| 总股本(亿股)     | 1.90      |
| 流通A股(亿股)    | 1.05      |
| 52周内股价区间(元) | 14.5-30.6 |
| 总市值(亿元)     | 30.22     |
| 总资产(亿元)     | 11.14     |
| 每股净资产(元)    | 4.38      |

### 相关研究

- 晓鸣股份(300967): 蛋鸡龙头稳健发展, 高效制种市占率提升 (2022-08-30)
- 晓鸣股份(300967): 主营蛋鸡量价齐升, 制种龙头长期向好 (2022-04-27)

### 关键假设：

公司业务结构相对简单，主要从事蛋鸡制种行业，参考当前下游需求景气度较低，结合公司已公开的经营情况、公司上市产能扩张等情况，预计 2022-2024 年公司鸡收入相关业务增速为 10%/25%/20%，对应毛利率分别为 16%/23%/25%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

**表：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元 |     | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|--------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 鸡收入    | 收入  | 634.75 | 698.2  | 872.8  | 1047.3 |
|        | 增速  | 33.18% | 10.00% | 25.00% | 20.00% |
|        | 毛利率 | 21.6%  | 16.00% | 23.00% | 25.00% |
| 副产品及其他 | 收入  | 79.6   | 87.6   | 109.5  | 131.4  |
|        | 增速  | 25.56% | 10.00% | 25.00% | 20.00% |
|        | 毛利率 | 20.0%  | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 合计     | 收入  | 714.4  | 785.8  | 982.3  | 1178.7 |
|        | 增速  | 32.3%  | 10.0%  | 25.0%  | 20.0%  |
|        | 毛利率 | 22.5%  | 16.4%  | 22.7%  | 24.4%  |

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 现金流量表 (百万元)      | 2021A          | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入          | 714.37         | 785.80         | 982.26         | 1178.71        | 净利润              | 81.85          | 37.63         | 99.23         | 134.93        |
| 营业成本          | 553.94         | 656.57         | 759.62         | 890.60         | 折旧与摊销            | 72.02          | 79.97         | 79.97         | 79.97         |
| 营业税金及附加       | 1.62           | 1.28           | 1.75           | 2.23           | 财务费用             | 6.80           | 0.77          | 1.86          | 2.11          |
| 销售费用          | 26.82          | 34.58          | 54.02          | 76.62          | 资产减值损失           | 0.00           | 2.00          | 2.00          | 2.00          |
| 管理费用          | 34.40          | 56.58          | 68.76          | 76.62          | 经营营运资本变动         | 13.87          | -23.32        | -8.75         | -4.09         |
| 财务费用          | 6.80           | 0.77           | 1.86           | 2.11           | 其他               | 0.95           | -1.80         | -2.13         | -1.96         |
| 资产减值损失        | 0.00           | 2.00           | 2.00           | 2.00           | <b>经营活动现金流净额</b> | <b>175.48</b>  | <b>95.24</b>  | <b>172.18</b> | <b>212.97</b> |
| 投资收益          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 资本支出             | -59.45         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他               | -128.71        | 0.09          | -0.03         | 0.01          |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b> | <b>-188.16</b> | <b>0.09</b>   | <b>-0.03</b>  | <b>0.01</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>70.99</b>   | <b>34.03</b>   | <b>94.24</b>   | <b>128.53</b>  | 短期借款             | -28.94         | 118.16        | 20.56         | 42.26         |
| 其他非经营损益       | 10.85          | 3.60           | 4.99           | 6.40           | 长期借款             | 35.28          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>81.85</b>   | <b>37.63</b>   | <b>99.23</b>   | <b>134.93</b>  | 股权融资             | 147.30         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 支付股利             | -18.75         | -30.54        | -14.04        | -37.03        |
| 净利润           | 81.85          | 37.63          | 99.23          | 134.93         | 其他               | 5.70           | -40.08        | -1.86         | -2.11         |
| 少数股东损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>筹资活动现金流净额</b> | <b>140.60</b>  | <b>47.54</b>  | <b>4.66</b>   | <b>3.12</b>   |
| 归属母公司股东净利润    | 81.85          | 37.63          | 99.23          | 134.93         | <b>现金流量净额</b>    | <b>127.92</b>  | <b>142.87</b> | <b>176.81</b> | <b>216.10</b> |
|               |                |                |                |                |                  |                |               |               |               |
| 资产负债表 (百万元)   | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 财务分析指标           | 2021A          | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
| 货币资金          | 171.46         | 314.32         | 491.13         | 707.22         | <b>成长能力</b>      |                |               |               |               |
| 应收和预付款项       | 23.32          | 30.10          | 34.37          | 41.82          | 销售收入增长率          | 32.29%         | 10.00%        | 25.00%        | 20.00%        |
| 存货            | 97.95          | 116.10         | 134.32         | 157.48         | 营业利润增长率          | 40.41%         | -52.06%       | 176.90%       | 36.39%        |
| 其他流动资产        | 0.27           | 0.18           | 0.21           | 0.20           | 净利润增长率           | 62.88%         | -54.03%       | 163.72%       | 35.98%        |
| 长期股权投资        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA 增长率       | 18.49%         | -23.40%       | 53.42%        | 19.62%        |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>      |                |               |               |               |
| 固定资产和在建工程     | 669.58         | 591.69         | 513.79         | 435.90         | 毛利率              | 22.46%         | 16.45%        | 22.67%        | 24.44%        |
| 无形资产和开发支出     | 45.74          | 44.72          | 43.70          | 42.68          | 三费率              | 9.52%          | 11.70%        | 12.69%        | 13.18%        |
| 其他非流动资产       | 153.11         | 152.05         | 151.00         | 149.95         | 净利率              | 11.46%         | 4.79%         | 10.10%        | 11.45%        |
| <b>资产总计</b>   | <b>1161.42</b> | <b>1249.16</b> | <b>1368.52</b> | <b>1535.26</b> | ROE              | 9.92%          | 4.52%         | 10.81%        | 13.29%        |
| 短期借款          | 0.00           | 118.16         | 138.72         | 180.98         | ROA              | 7.05%          | 3.01%         | 7.25%         | 8.79%         |
| 应付和预收款项       | 90.25          | 112.72         | 124.24         | 148.01         | ROIC             | 7.87%          | 3.34%         | 9.18%         | 12.18%        |
| 长期借款          | 145.44         | 145.44         | 145.44         | 145.44         | EBITDA/销售收入      | 20.97%         | 14.60%        | 17.92%        | 17.87%        |
| 其他负债          | 100.37         | 40.39          | 42.48          | 45.28          | <b>营运能力</b>      |                |               |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>336.05</b>  | <b>416.71</b>  | <b>450.88</b>  | <b>519.71</b>  | 总资产周转率           | 0.70           | 0.65          | 0.75          | 0.81          |
| 股本            | 187.51         | 190.21         | 190.21         | 190.21         | 固定资产周转率          | 1.16           | 1.32          | 1.90          | 2.68          |
| 资本公积          | 274.58         | 271.88         | 271.88         | 271.88         | 应收账款周转率          | 55.39          | 49.55         | 52.96         | 52.22         |
| 留存收益          | 363.28         | 370.37         | 455.55         | 553.46         | 存货周转率            | 6.84           | 6.13          | 6.07          | 6.10          |
| 归属母公司股东权益     | 825.37         | 832.45         | 917.64         | 1015.54        | 销售商品提供劳务收到现金营业收入 | 101.05%        | —             | —             | —             |
| 少数股东权益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>资本结构</b>      |                |               |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>825.37</b>  | <b>832.45</b>  | <b>917.64</b>  | <b>1015.54</b> | 资产负债率            | 28.93%         | 33.36%        | 32.95%        | 33.85%        |
| 负债和股东权益合计     | 1161.42        | 1249.16        | 1368.52        | 1535.26        | 带息债务/总负债         | 43.28%         | 63.26%        | 63.02%        | 62.81%        |
|               |                |                |                |                | 流动比率             | 1.76           | 1.86          | 2.34          | 2.59          |
|               |                |                |                |                | 速动比率             | 1.17           | 1.39          | 1.87          | 2.14          |
|               |                |                |                |                | 股利支付率            | 22.91%         | 81.17%        | 14.15%        | 27.44%        |
| 业绩和估值指标       | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | <b>每股指标</b>      |                |               |               |               |
| EBITDA        | 149.81         | 114.76         | 176.07         | 210.61         | 每股收益             | 0.43           | 0.20          | 0.52          | 0.71          |
| PE            | 36.93          | 80.33          | 30.46          | 22.40          | 每股净资产            | 4.34           | 4.38          | 4.82          | 5.34          |
| PB            | 3.66           | 3.63           | 3.29           | 2.98           | 每股经营现金           | 0.92           | 0.50          | 0.91          | 1.12          |
| PS            | 4.23           | 3.85           | 3.08           | 2.56           | 每股股利             | 0.10           | 0.16          | 0.07          | 0.19          |
| EV/EBITDA     | 19.02          | 24.65          | 15.18          | 11.87          |                  |                |               |               |               |
| 股息率           | 0.62%          | 1.01%          | 0.46%          | 1.23%          |                  |                |               |               |               |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务         | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 高级销售经理     | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 王昕宇 | 高级销售经理     | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
|    | 薛世宇 | 销售经理       | 18502146429  | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn      |
|    | 高宇乐 | 销售经理       | 13263312271  | 13263312271 | gylyf@swsc.com.cn    |
|    | 汪艺  | 销售经理       | 13127920536  | 13127920536 | wyfy@swsc.com.cn     |
|    | 岑宇婷 | 销售经理       | 18616243268  | 18616243268 | cyryf@swsc.com.cn    |
|    | 陈阳阳 | 销售经理       | 17863111858  | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn     |
| 北京 | 张玉树 | 销售经理       | 18957157330  | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn    |
|    | 李杨  | 销售总监       | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监      | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杜小双 | 高级销售经理     | 18810922935  | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn    |
|    | 王一菲 | 销售经理       | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 销售经理       | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
| 广深 | 巢语欢 | 销售经理       | 13667084989  | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn      |
|    | 郑龔  | 广深销售负责人    | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 杨新意 | 销售经理       | 17628609919  | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 销售经理       | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 陈韵然 | 销售经理       | 18208801355  | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn    |
|    | 龚之涵 | 销售经理       | 15808001926  | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |